

黄金大师课加餐21: 完整的美元流动体系 (下)

戳此加入学习付鹏的[《黄金投资大师课》](#)

加餐21: 完整的美元流动体系 (下)

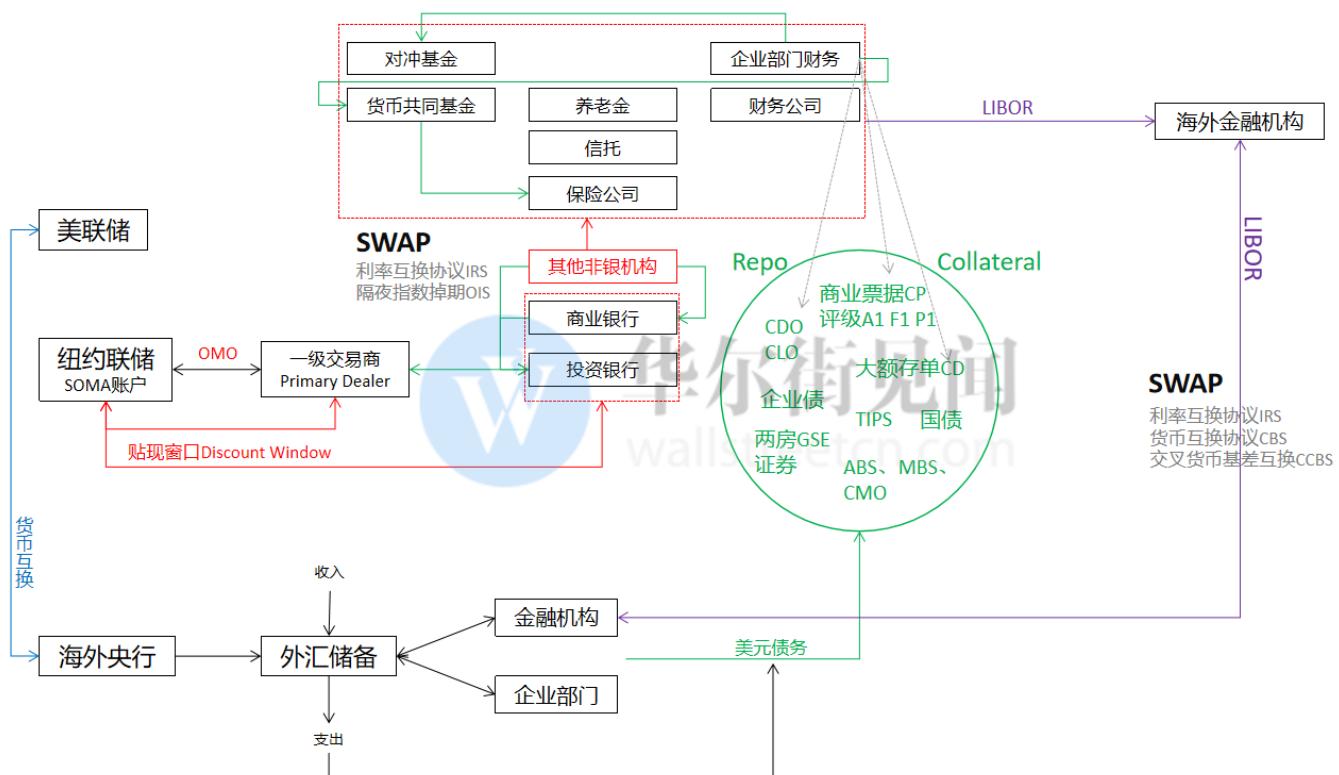
本期内容首发于[《付鹏说》2020年3月23日 链接](#)



本期提要

- 1、分析现在美国和中国的情况
- 2、对比现在和2008年的情况变化

本期内容



好，我们接着聊。上一集大概简单的了解了监控流动性的数字，还有这些流动性的整个传导的机制，我们来看究竟哪些出了问题？

因为所有的可抵押物的资产包，说到底还是跟经济相关系的，所以说从简单的资产包延伸到前端的经济情况，就会形成类似于这样的一个反馈。剩下的就看什么？看杠杆，看金融机构资产负债表，包括金融监管，等等各种因素。

那么2008年的金融危机，我们可以看到这里边出了问题的，实际上很大一定程度上跟住房市场有关系。当时的整个住房市场生成的这些次级债、次级债的包、各种MBS的抵押贷款，说白了，前端的房地产市场出了问题，违约率开始增加，相关的这些以各种房贷为基准生成的资产包，实际上就出了问题。

这在《大空头》里面讲的比较多。《大空头》和《Margin call》，其实一个讲的是微观，另外一个讲的就是结构化产品的产生。

其实关于结构化产品，比如说像现在我们讨论很多的关于CLO、CDO的问题，它背后挂钩的更多的是目前很多企业的贷款。当然从结构上来讲，大家会说情况是一样的。很多企业贷款，就是把AAA、AA、B、B-、B+、BBB的资产放在一起组成了一个包，让它看起来评级比较好，把它作为一个好的合格抵押品卖给金融机构。其实这个手法跟当时房地产是一样的，核心还是在于底层。

先说2008年，比较简单，各大金融机构，尤其投资银行手中持有大量的住房抵押贷款的各种衍生的资产包。2008年出问题的就是底层资产，资产包就变成了一个有毒资产包。有毒资产包的特点就是杠杆性和欺诈性。关于欺诈性，其实说的就是对不同评级的资产进行了组合，它具有非常强的欺诈性和诱惑性。这个词实际上是从2008年金融危机之后，监管从严以后对它的定性。

而各大金融机构的资产负债表开始恶化以后，就开始影响整个流动性，包括LIBOR市场、回购市场，包括海外的美元，其实对应的流动性也都开始出现紧张。

这个过程中，各大金融机构之间的流动性也停滞了。这个时候美联储的公开市场操作，还有贴现窗口，实际上还没有及早的介入进去。因为在这个过程中，等金融机构都开始反应了以后，这种流动性就完全停滞了，就没有人去接这种抵押物，流动性断掉，然后资产负债表开始受影响，不断的抛售资产，然后减记，如此循环。

当然这里边就涉及到《Margin call》里边讲到的VAR风控，就是关于金融系统的资产端，就是它的权益和它的风险性资产之间的关系。那么在这个过程中就不停的影响，最后导致整个流动性断裂。

流动性断裂以后能不能救？当然能救了，美联储采取的做法就是把大量的有毒资产收上来，把流动性注入进去，对吧？只要有人愿意做最后的埋单人，只要他愿意介入进来，整个流动性是可以得到缓解的。所以你可以看到，当时的美股的底部呈现一个大的V字形，实际上很大一定程度上就跟美联储和美国财政部的介入是有密切关系的。所以说这个游戏其实说到底，不管规模再大、再严重，只要有最后的借款人进来，这个事就可以平息。

我们现在这个问题出在哪？第一，我之前写日记讲过，2008年金融危机前，格林斯潘年代对于金融监管太放松，当时对于投资银行的监管实际上是太松了。当时的金融监管大放松、杠杆，还有场外衍生，等等。其实这个东西是不是很早就有了？当然了。最早在20世纪80年代，所罗门的创始人实际上最早就是做各种资产包抵押的。这一段内容实际上在《大空头》的前面这一篇是给大家讲过的，就是说这不是什么新鲜东西，很早就有了。

它很大一定程度上受什么东西影响？主要受金融监管的影响。就是说金融监管松了，简单讲，就很容易出现大规模的杠杆潜伏在投资银行里头。因为很简单，赚钱，暴利，对不对？无论从做产品的到卖这个产品的，到买这个产品的，其实原则上来讲都是因为暴利才这么做。当然了，如果再赶上一个底层逻辑，尤其是当年小布什宣扬美国梦，开始搞房地产，这个东西就成了风险的点了。所以很多人在2006年前后就已经看到这个问题了，其实主要是看到了监管的放松、中间的杠杆和底层的资产出问题。

目前美国的情况是什么呢？与之前相比，很大的不同点，第一是金融监管，金融监管实际上是大幅度加强的。比如说现在大家都在说，目前来讲美国的银行无法像非银机构，尤其是像这些对冲基金去直接的提供资金，所以导致市场连锁反应。这个话是没错的，因为监管加强了。但也幸亏是监管加强了，所以说原则上来讲，现在还不至于出现整个这一层的流动性的问题，现在出现的是个别的情况。

我们现在的资产出了什么问题？

第一，债券。我之前解释过，长期债券收益率太低，实际上会导致类似于共同基金这种货币型基金，还有包括养老金等等这些长期资金，在债券市场上无法进行配置。这个时候你会发现不是说缺钱，实际上是因为没法配置，所以债券的流动性在大幅度的削减。这个时候但凡有一点点的风吹草动，波动率就会迅速放大，进而导致这些共同基金的资产端受到影响。如果这个时候它的负债端再受到影响，比如说企业部门是大量的共同基金的出资人，企业出了问题以后，大规模的往回抽资金，就是说企业的财务部门在大规模的回收流动性，这个时候相当于负债减少的同时，权益没变，对应的风险性资产就得不断的减记。一旦有风吹草动，其他资产就得继续往下减，不管是其他的债券也好，还是其他的比如说长期持有的股票等等，这些都会受到影响。

第二是商业票据市场。说到底，还是跟企业有关系。目前整个疫情从经济层面直接冲击到了底层。当年经济直接冲击到的是房地产，现在疫情直接冲击到的是企业。从金融系统来讲，是解决不了底层资产问题的核心的。很简单，我能够解决这中间所有流动性问题，但我解决不了底层资产的问题。企业受到疫情的冲击，居民不消费了，这些东西需要谁？需要财政。这就是之前我跟大家解释的，这一端解决根因，或者让影响尽量减小，需要财政出面。

而货币端需要怎么做？知道企业受损了，很简单，这一方面它大规模抽回流动性，这会造成流动性紧张。另外一方面商业票据抵押的流动性也开始减缓，比如说大家可能不愿意去接这些资产，对吧？包括企业债可能也会出问题，连带着CDO、CLO，如果是打包的话，可能也会出现一些风险。

所以说你会发现这次所有的迹象都是从这一头出来的，所以说它对非银机构的影响，其实目前来讲远远大于对商业银行和投资银行的影响。再直接点说，第一，比较大的一个问题就是共同基金，共同基金背后其实就是国债市场；第二个是商业票据市场，当然，如果它的流动性紧张，通过LIBOR，通过各种互换，影响就会扩散。

还有一个重要原因，现在是全球疫情蔓延，所以相当于海外的这些企业部门也在受损，而这些企业在美联储低利率的时候，实际上存了大量的美元债务。这个过程中，很简单，就会出现大量的资本流出，汇率、股市资本流出，进而影响到外汇储备，影响到海外央行，影响到海外美元流动性的紧张。

对于美联储来讲，它当然会注意到这一点，因为如果海外资产的抛售影响到海外金融机构，海外金融机构倒过来影响国债，影响它持有的这些美元资产，进而也会把抛压反馈过来的。所以美联储相当于左手防国内右手防境外，这就是真正的央妈。

它提供货币互换来缓解境外，对吧？直接提供债券，提供CP。你们不是嫌这个东西有风险吗？没关系，我直接建立机制，我来进行介入，稳定货币市场的资产端、负债端，稳定债券市场。当然这些都可以去稳定，但是底层是解决不了的，所以说谁就要出场？财政，这就是我们看到的整个关系。

所以2020年跟2008年确实还是有着非常大的一个本质性区别的。你可以简单称2008年是真正的金融体系的风险，而现在更多的就是一个经济层面的风险导致的金融体系流动性紧张的一个局面。所以说当年很大一定程度上要靠财政部协调美联储出手救流动性，现在是美联储主动去救流动性，主要靠财政部去解决疫情带来的冲击。

见闻

大师课 · 付鹏

第三季

黄金投资思维特训

搭建FICC视角下的黄金投资方法论

一、黄金大师课概览与框架

1.1 黄金大师课概览

1.2 黄金大师课框架

二、资本市场的成熟化与投资启示

2.1 黄金历史价格走势复盘

2.2 黄金中观框架：实际利率

2.3 黄金：历史的天空回顾——隐形通货膨胀税

2.4 黄金：历史的天空回顾——石油危机与利率约束

2.5 黄金：历史的天空回顾——布雷顿森林体系崩溃

2.6 美国企业债务杠杆问题

2.7 美国财富的累积与分配

2.8 透过财政赤字看美国社会的核心问题

2.9 利率的终结导致美国社会阶层固化

三、黄金宏观分析框架与历史复盘

3.1 黄金宏观框架：债务与信用

3.2 透过美国四大部门杠杆看债务与信用

3.3 美国信用问题与债务货币化

3.4 日本和中国的四大部门杠杆

3.5 黄金分析框架与路径总结

四、黄金与其他资产的分析框架

4.1 黄金租赁利率

4.2 黄金与日元：套息交易下的反馈机制

4.3 黄金与其他资产的比价、传导关系

五、黄金交易层面的注意事项

5.1 黄金CFTC持仓分析

5.2 商品交易层面方法论上的思考

六、白银分析框架与交易策略

6.1白银基本面分析的特殊性

6.2商品的实货交易与风险对冲